

# 世界の投資信託三〇年の変化と今後の課題（要約）

杉田浩治

※ 本稿は日本証券経済研究所ホームページの

「出版物・研究成果等 トピックス」欄に二〇

一六年五月に掲載したレポートの要約である。

紙幅の制約から省略した部分が多いため、詳しくはホームページの原文をご高覧いただければ幸いです。

はじめに

（二〇一六年）日本で開催される。<sup>(1)</sup>

そこで、この機に過去三〇年間に世界の投資信託（以下「投信」）は量的・質的にどのような変化したか、それをもたらした要因は何かなどを、日本の状況と比較しながら振り返るとともに、変化の潮流、今後の課題について考察を試みた。なお、本稿中の事実認識・意見は筆者の私見である。

世界各国の投資信託協会が組織する国際投資信託協会（IIFA）の第三〇回記念総会が今年

## 一、残高は三〇年間で二八倍に増加

先ず量的変化を見ると、世界の公募証券投信残高（ETF込み、以下「投信残高」）は、八五年末の一・二兆ドルから一五年末に三四・一兆ドル（一五年末の一ドル二〇円で換算すると四、〇九〇兆円）へ二八倍に拡大した。

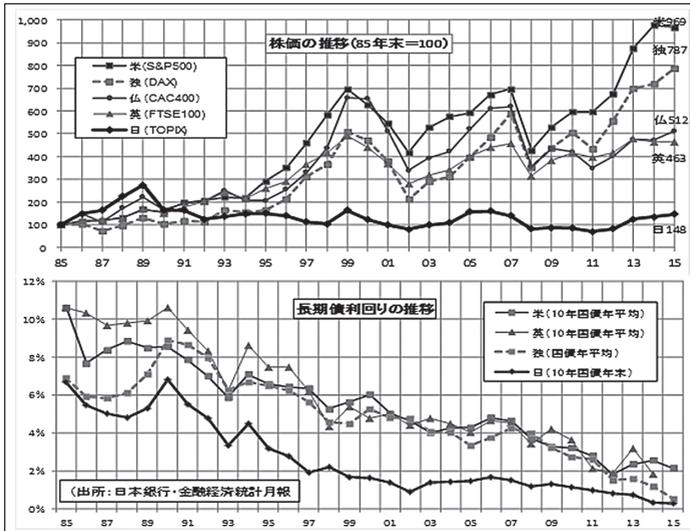
途中、〇〇年代初頭のITバブル崩壊、〇八年のリーマンショック、一年の欧州危機により残高は一時的に減少したものの、ほぼ一貫して拡大基調を維持してきた。なお、国際投資信託協会（以下「IIFA」）は一五年から集計方法を変更し、機関投資家向け私募ファンドを含めた残高を公表しており、私募ファンドを含めた一五年末の残高は三七・二兆ドルである。

世界のGDP<sup>(2)</sup>に対する投信残高の比率を計算すると、八五年の六・三%から一五年に四六・六%（私募ファンドを含めると五〇・八%）へ上昇している。また、世界の株式・債券発行残高（一六〇兆ドル程度）のうち、二割弱（三一兆ドル程度）が投信を通じて保有されていると推定される。

### 「日本との比較」

日本の公募投信の残高は、八五年の一九・九七兆円から一五年の九七・七六兆円へ三〇年間で五倍の増加に止まり、増加倍率は世界の二八倍より著しく低かった。また、GDPに対する投信残高の比率は八五年の六・一%から一五年に一九・六%へ上昇したが<sup>(3)</sup>、これも世界の六・三%↓四六・五%に比べ小さい。以上のとおり日本の投信の伸びが世界より低かった主因は、後述するよう

図表1 主要先進国の株価と長期金利の推移



に二〇年以上におよぶ日本の株価下落・低迷に  
あつたと考えられる。

## 二、拡大をもたらした要因

### (1) 証券市況の上昇

過去三〇年間の主要先進国の株価と長期金利の  
推移を見ると図表1のとおりである。

海外株価は、何度か大きな下げを経ながらも八  
五年末から一五年末に至る三〇年間に米が九・六  
九倍、独が七・八七倍、仏が五・一二倍、英が  
四・六三倍に上昇した。また、先進国の長期金利  
は、ほぼ一貫して低下をたどり、米が一〇・六  
二%から二・一四%へ、英が一〇・六一%から  
二・〇一%へ、独が六・八七%から〇・五〇%へ  
大幅に低下(債券価格は大幅に上昇)した。

以上のような証券価格の上昇は、投信の好パ

フォーマンス（投資家への良好なりターンの還元）と、それにとまなう投資家からの資金流入の増加に結び付いた。

ちなみに世界の投信残高増加額を、投資家からの資金流入による部分と時価変動等による部分とに分けてみると、同一ベースでの計算が可能な〇〇年から一四年の一五年間の残高増加額一九・八兆ドルのうち、投資家からの資金流入による部分は一〇・五兆ドル（五三％）で、残りの九・三兆ドル（四七％）は時価変動等によりもたらされた。

### 〔日本との比較〕

日本の株価（TOPIX）は、図表1に示すように八五年末から一五年末に至る上昇倍率が一・四八倍と、米の九・六九倍の六分の一に止まった。一方、長期債利回りは図表1に示すように日本も六・六八％から〇・二七％へ大きく低下（債

券価格は上昇）したが、低下幅は六・四一％であり、米の八・四八％、英の八・六一％に比べ小さい。

なお、前述の世界の投信残高増加額の要因分析にならって、残高増加額のうち投資家からの資金流入部分と時価変動等部分の内訳を計算すると、〇〇年から一四年の一五年間の残高増加額四六・四兆円のうち、投資家からの資金流入による部分は七四・七兆円、残りの時価変動等はマイナス二八・三兆円（分配金支払をふくむ）であった。分配金支払いが多い<sup>(4)</sup>とは言え、世界のうごき（前述のように時価変動等部分の大幅なプラスが残高増加額の半分を占めていたこと）とは著しく異なっている。

### (2) 家計（個人）金融資産の増大

過去三〇年間に、投信の主たる顧客層である家

計（個人）が保有する金融資産が増大し、リスク資産を持てる層が広がったことは投信拡大の基盤となった。

たとえば、世界の投信残高の半分を占める米国では、家計金融資産残高が八五年の一〇・八九兆ドルから一五年には七〇・三三兆ドルへ六・五倍に増加した。<sup>(5)</sup> 家計金融資産残高の対GDP比は、二・五倍から三・九倍に拡大しており、リスク資産をより多く保有できる状況になった。また欧州について、九二年以降のユーロ建て統計が入手可能なドイツの家計金融資産残高をみると、九二年の二・一九兆ユーロから一五年九月に五・三七兆ユーロ<sup>(7)</sup>へ二三年間で二・五倍の増加となっている。

#### 「日本との比較」

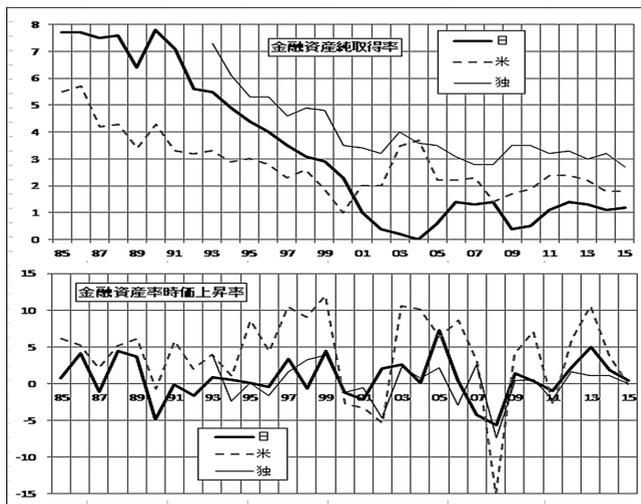
日本の家計金融資産残高は八五年の五七二兆円から一五年末に一、七四一兆円<sup>(8)</sup>へ三〇年間で三・

〇倍に増加したが、成長スピードは米国の六・五倍に比べると大きく見劣りする。また独をふくめた比較が可能な九二年と一五年を比べると、独が二・五倍、米が三・八倍に対し、日本は一・七倍に止まっている。

さて金融資産残高（ストック）の増減をもたらす要因は二つある。それは①資金フロー（金融資産の取得から処分を差し引いた純取得）と、②金融資産の時価上昇である。そして日本の家計金融資産残高の伸びが鈍い理由は、①の資金フローが縮小していること、②の時価上昇も鈍いことにある。

図表2は、①日本の家計の金融資産純取得率（前年末金融資産残高に対する当年の資金フローの割合）、および②金融資産の時価上昇率（金融資産残高の年間増加額から年間資金フローを差し引いた額（＝価格変化部分）の前年末金融資産残

図表2 日・米・独の家計金融資産純取得率および時価上昇率の推移（単位：%）



〔出所〕各国資金循環統計より作成

高に対する割合）を米・独と比べたものである。

図上段の日本の金融資産純取得率は九〇年代までは米を上回っていたが、二〇〇〇年代に入ってから二％以下に落ち込み、独だけでなく米をも下回っている<sup>(9)</sup>。また、図下段の金融資産時価上昇率も米に比べると著しく低い。八六年から一五年までの三〇年間の時価上昇率を算術平均すると米の年三・九％に対し日本は年〇・七％に止まっている<sup>(10)</sup>。

### (3) DC（確定拠出）年金制度の拡大

一五年末現在の世界の国別投信残高（後掲図表3）を見ると、一位が米国で世界全体の約半分を占め、六位に人口二、四〇〇万人の豪州が入っている。

その米・豪の両国はDC年金制度が発達していることで知られ、まさにDCが投信発展のエンジ

ンとなっている。たとえば米国では一五年末のDC資産による投信保有額は投信合計残高の約四六%、株式投信残高の六一%を占めるに至っている。また、豪州では強制的DC企業年金であるスーパー・アニエーションの資産が拡大し、米国以上にDC年金資金による部分が大きいと推定される。

#### 〔日本との比較〕

日本では一五年九月現在で、DC資産による投信保有額は投信残高九三兆円の四%程度と推定される。

#### (4) 新興国の投信市場の拡大

世界の国別の投信残高、世界全体に占めるシェアおよび成長率を、八五年以降の節目となる年について先進国と新興国とに分けて掲げると図表3

のとおりである。

IIFA（国際投信協会）の投信統計の集計対象国は八五年当時には一二か国であり、新興国は一つも入っていないかった。それが一五年には集計対象国が四六か国に広がり、うち一七か国を新興国が占めるに至っている。すなわち、新興国において次々と投信制度が導入されている。また、図表3のようにインド、中国などの残高伸び率が高いことが目立ち、中国の一五年末残高は世界第七位にランクされるに至っている。

この結果、新興一七か国の合計値を見ると、一五年末の残高シェアは未だ世界全体の六・六%に過ぎないものの、二〇〇〇年代に入って（九九年末→一五年末）の残高増加率は一、一三九%に達し、先進二九か国合計の一七九%を大きく凌駕している。

世界の投資信託三〇年の変化と今後の課題（要約）

図表3 国別公募投信残高の変化

	1985		1999		2008		2015		残高増加率			
	残高	シェア	残高	シェア	残高	順位	残高	シェア	85→99	99→15	(08→15)	
先進国	アメリカ	495.5	63.7%	6,846.3	59.1%	9,602.9	①	17,752.4	52.1%	1282%	159%	85%
	ルクセンブルグ			661.1	5.7%	1,860.8	②	3,141.8	9.2%		375%	69%
	フランス	84.6	10.9%	656.1	5.7%	1,591.1	③	1,832.1	5.4%	676%	179%	15%
	アイルランド			95.2	0.8%	720.5	④	1,629.8	4.8%		1612%	126%
	イギリス	29.4	3.8%	375.2	3.2%	527.0	⑤	1,578.4	4.6%	1178%	321%	200%
	オーストラリア	3.3	0.4%	371.2	3.2%	841.1	⑥	1,521.3	4.5%	11149%	310%	81%
	カナダ	7.4	1.0%	269.8	2.3%	416.0	⑧	889.6	2.6%	3545%	230%	114%
	<b>日本</b>	<b>99.0</b>	<b>12.7%</b>	<b>502.8</b>	<b>4.3%</b>	<b>575.3</b>	<b>⑨</b>	<b>813.1</b>	<b>2.4%</b>	<b>408%</b>	<b>62%</b>	<b>41%</b>
	スイス			82.5	0.7%	135.1	⑩	457.2	1.3%		454%	239%
	ドイツ	20.6	2.6%	237.3	2.0%	238.0	⑫	377.0	1.1%	1054%	59%	58%
	韓国	7.1	0.9%	167.2	1.4%	222.0	⑬	343.3	1.0%	2243%	105%	55%
	スウェーデン			83.3	0.7%	113.3	⑭	280.0	0.8%		236%	147%
	スペイン			207.6	1.8%	271.0	⑮	274.7	0.8%		32%	1%
	イタリア	16.3	2.1%	475.7	4.1%	263.6	⑯	200.0	0.6%	2820%	-58%	-24%
	デンマーク	2.5	0.3%	27.6	0.2%	65.2	⑰	116.7	0.3%	1002%	323%	79%
	ノルウェー			15.1	0.1%	41.2		102.5	0.3%		579%	149%
	ベルギー	2.8	0.4%	65.5	0.6%	105.1		92.1	0.3%	2205%	41%	-12%
	フィンランド			10.3	0.1%	48.8		88.4	0.3%		756%	81%
	オーストラリア			56.3	0.5%	93.3		68.2	0.2%		21%	-27%
	オランダ	9.1	1.2%	94.5	0.8%	77.4		64.3	0.2%	940%	-32%	-17%
	台湾			31.2	0.3%	46.1		63.1	0.2%		103%	37%
	リヒテンシュタイン					20.5		44.9	0.1%			119%
	ニュージーランド			8.5	0.1%	10.6		41.9	0.1%		393%	295%
	ポルトガル			19.7	0.2%	13.6		21.6	0.1%		10%	59%
	チェコ			1.5	0.0%	5.3		7.8	0.0%		430%	49%
	スロバキヤ					3.8		6.2	0.0%			60%
	ギリシャ			36.4	0.3%	12.2		4.3	0.0%		-88%	-65%
マルタ					0.0		3.5	0.0%				
スロベニア					2.1		2.4	0.0%			18%	
<b>先進29か国計</b>	<b>777.6</b>	<b>100.0%</b>	<b>11,397.7</b>	<b>98.4%</b>	<b>17,922.5</b>		<b>31,818.6</b>	<b>93.4%</b>	<b>1366%</b>	<b>179%</b>	<b>78%</b>	
新興国	中国				276.3	⑦	1,263.1	3.7%			357%	
	ブラジル			117.8	1.0%	479.3	⑪	456.6	1.3%		288%	-5%
	インド			13.1	0.1%	62.8	⑰	168.2	0.5%		1187%	168%
	南ア連邦			18.2	0.2%	69.4	⑱	122.1	0.4%		569%	76%
	メキシコ			19.5	0.2%	60.4	⑳	105.9	0.3%		444%	75%
	チリ			4.1	0.0%	17.6		39.9	0.1%		875%	127%
	ポーランド			0.8	0.0%	17.8		32.3	0.1%		4137%	82%
	アルゼンチン			7.0	0.1%	3.9		16.4	0.0%		135%	325%
	ハンガリー			1.7	0.0%	9.2		14.3	0.0%		727%	55%
	トルコ					15.4		12.8	0.0%			-17%
	トリニダードトバゴ					0.0		7.0	0.0%			
	ルーマニア					0.3		5.0	0.0%			1445%
	フィリピン			0.1	0.0%	1.3		5.0	0.0%		4198%	298%
	パキスタン					2.0		4.2	0.0%			110%
	コスタリカ					1.1		2.5	0.0%			131%
	クロアチア					0.0		2.0	0.0%			
	ブルガリア					0.2		0.4	0.0%			95%
<b>新興17か国計</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>182.2</b>	<b>1.6%</b>	<b>1,017.0</b>		<b>2,257.8</b>	<b>6.6%</b>		<b>1139%</b>	<b>122%</b>	
<b>世界合計</b>	<b>777.6</b>	<b>100.0%</b>	<b>11,579.9</b>	<b>100.0%</b>	<b>18,939.5</b>		<b>34,076.4</b>	<b>100.0%</b>	<b>1389%</b>	<b>194%</b>	<b>80%</b>	

[出所] 国際投資信託協会データを用い、機関投資家向けファンドを除いた数字により作成。1985年は日本投資信託制度研究所発行「世界投資信託統計要覧」（ファンドマネジメント2000年特別増刊号）掲載データによる。

(5) 販売チャネルの拡大

略

(6) 全天候型の品揃え

略

### 三、変化の潮流

以上、世界の投信の量的拡大の状況と、それを可能にした要因について述べてきた。

次に投信の質的变化をふくめた潮流について述べる。

(1) グローバル化

過去三〇年間、投信は資産運用・資金獲得（販売）の両面でグローバル化が進んだ。

① 資産運用面では、各国とも海外投資が急速に

進展した。

たとえば、自国の証券市場が大きくリターンも良好な米国においてすら、株式投信残高のうち海外株式ファンドの比率が八五年の七・一％から一五年には二五・八％に上昇した。

② 販売面（外国投資家資金の獲得）についてもクロスボーダー化が進んでいる。

アジアではEUのUCITS制度12の成功を参考に、国境を超えてのファンド販売を容易にするための制度（①アジア地域ファンドパスポート、②アセアンファンドパスポート、③中国・香港のファンド相互乗り入れ制度）の導入が進みつつある。

(2) コスト意識の高まり

米国を中心に投資家のコストへの関心が高まり、それを反映してETFが急速に拡大している

ほか、米国では一般ファンドにおいてもノーロード販売が増加している。

さらに、最近のロボアドバイザーの台頭も低コスト選好の表れと見ることもできる。

### (3) IT化の進展

投信ビジネスにおいてもIT（情報技術）の活用が急速に進んだ。

資産運用面では、コンピューターをフルに活用するクオンツ投資を進展させた。最近はスマートベータを活用した指数の開発・利用も進んでいる。

投信販売面では、米国でファンドスーパードルが九〇年代から導入されたほか、最近では、販売促進にあたってソーシャルメディアの活用が進み、また簡易フィナンシャルアドバイザーの手段としてのロボアドバイザーの出現もITの発達が可能にし

たことは言うまでもない。

一方、IT化の影の部分としてのサイバーセキュリティ問題への対応が投信ビジネスにおいても大きな課題となっている。

## 四、今後の課題

以上のように、世界の投信は過去三〇年間に量的にも質的にも大きな変貌を遂げた。今後についても、たとえばプライスウオーターハウス・クーパーズ（PWC）は、一四年に発表したレポート（“Asset Management 2020 A Brave New World”）において「今後、資産運用業が金融ビジネスの中心に躍り出る」と述べたうえで、世界の投信残高は一二年の二七兆ドルから二〇年に四一兆ドルに拡大すると予測している。

そうした中で、今後の投信の課題は何であろう

か。

(1) 投資家に如何に貢献していくか。

① (投資環境の変化の中で) 如何に運用リターンを確保していくか

近年、世界的に株式・債券の期待リターンが低下している(ニューノーマルと表現されることもある)中で、投信は如何にして預金等を上回る良質なパフォーマンスを提供していくことができるだろうか。

(イ) リターンの相対的關係(株式∨債券∨預金)は変わらない

略

(ロ) 機関投資家として株式価値の向上に貢献する

主要な投資素材である株式について、機関投資家としての厳しい銘柄選択、議決権行使をふくむ「スチュワードシップ」の履行を通じ、企業の株

式価値(端的にいえばROE)の向上を図っていく—それによって投信のパフォーマンス向上を実現していくことが考えられる。

また、単純に市場時価総額に応じて投資するインデックス運用では「高収益会社の資本調達を助け、低収益会社に市場からの脱退を迫る」と言う証券市場に期待される資本配分機能が十分に発揮されない。したがって、中長期的な視点から運用者やアナリストが主体的判断と分析に基づいて銘柄を選択するアクティブ運用ファンドが高い投資成果を収め、投資家の支持を得ていくことが望まれる。

(ハ) AIの活用

投信の資産運用にあたってITの活用が進んでいることは三、(3)で述べたとおりである。ただし、今のところ既存データの大量処理にもとづくクオンツ運用が中心であり、クリエイティブなA

I（人工知能）の活用にはまだは踏み込んでいないように思われる。

モノやサービスの世界で人工知能の活用を含め技術革新が次々と進む中で、資産運用の世界でも画期的なノベーションが起こってもよいのではないか。<sup>133</sup>

## ② 投資家利回りの向上

運用者がいくらか頑張つて良いファンド・パフォーマンスを出しても、肝心の投資家が成功体験を持たなければ投信は成長しない。その投資家はファンドを高値で買って安値で売ってしまう傾向があるため、投資家リターンがファンドリターンより悪いという問題が存在している。

たとえば、世界の中で投資知識レベルが高いと思われる米国においてすら、モーニングスター社の分析によれば、一五年末に至る一〇年間の米国

投資家の長期投信への投資実績は加重・年平均リターンで四・三五%と、長期ファンドの平均リターン四・八八%を下回っていた。<sup>134</sup>

これを改善するには、積立て投資をさらに推進すべきであろう。定額投資を継続すれば、「安い時に多くの量を買ひ、高い時に少ない量を買う」ドルコスト平均法の効果<sup>135</sup>により、投資家の平均買付コストをファンドの平均基準価額より低くできる。すなわち投資家利回りをファンドの運用利回りより高くできる可能性がでてくる。

なお、DCは一種の強制的積立て投資であるから、その普及は投資家利回りの向上にも貢献しよう。事実、前述のモーニングスター社による投資家利回り分析においても、四〇一(k)プランを通じての継続買付が多いターゲット・デット・ファンドについては、一〇年間の投資家平均リターンが五・一六%で、ファンド利回りの四・四二%を上

回っていたことが示されている。

③ 投資リターン以外の付加価値の提供

投信が金融商品として投資家に提供できる付加価値は、投資パフォーマンスが全てではない。便益性も重要であり、分配金を自動的に再投資する仕組みや、少額からできる積立て投資システムなどは各国とも数十年前から取り入れてきた。

資産運用業界が今後、充実すべき一つの分野は、「退職後の資産運用・取崩しサービス」である。なぜなら、今までは多くの投資家にとって「退職に備える資産形成」が重要なテーマであったが、世界的にベビーブーマーの引退がすすみ、かつ長寿化が進行する中で、「退職後の資産運用・取崩しを如何に効率的に行うか」が多くの投資家の課題になっているからである。

しかし資産取崩しは、資産形成よりずっと難し

い。何故なら、退職時の資産総額、退職後の収入見通し、リスク許容度、子供に遺産を残すかなどが個人によって大きく異なる（変数が多い）ため、汎用性のある取崩し公式を見出しづらいからである。そして何より「あと何年生きるか分からない」という問題がある。また資産形成は前述のように「定額積立て（ドルコスト平均法）」によって効率的に行えるが、資産取崩しにあたって「定額引出し」は効率的でない（高値で少ない量売り、安値で多くの量売ってしまうから）という問題もある。

これらの問題に対する解決手段（ソリューション）を提供することは、資産運用業界にとって大きなテーマであろう。

④ ファイデューシャリー・デューティの遂行

近年、資産運用関連業者の投資家に対するファイ

デューシヤリー・デューティ（受託者責任）が問われている。運用会社については、日・米などで従来から法的に忠実義務が規定されているが、最近、欧米では販売業者に対して投資家との利益相反を避けるための措置が導入されている。

具体的には(i)英国におけるリテール投資商品販売制度改革（Retail Distribution Review、略称RDR）、(ii)欧州連合（EU）の第二次金融商品市場指令（MiFid II）、(iii)米国労働省による「退職準備投資に関して証券会社などにも受託者義務を適用する規則」の制定である。いずれも投資勧誘にあたって「販売者が自らの収入の多い商品を売るなどによる投資家との利益相反を防ぐこと」を意図している。

これらの実施により、販売商品が低コスト商品にシフトすることが想定されている。しかし、筆者は必ずしも「低コスト」がファイデューシヤ

リー・デューティの要ではないと考える。そして「ファイデューシヤリー・デューティの遂行」と「投資関連業者の収入の確保」を両立させる一つの手段は、当然のことであるが、運用者はバイ（投資から得られる経費控除前収益）を大きくする（前記四、(1)①で述べた）ことであり、販売者はアドバイスの価値・顧客の信頼を高めることであろう。事実、前述の英国RDRに関し、英国金融行為規制機構（FCA）が行った実施二年後調査報告書（一四年一二月公表）においても、「アドバイザーを選ぶ際、消費者は、コスト以上に、信頼（trust）や評判（reputation）などのクオリティ指標を評価している」という結果が示されている。<sup>16)</sup>

⑤ 国境を超えたファンド販売を推進し、投資家の幅広い商品へのアクセスを可能とする

投信販売のクロスボーダー化が進んでいることは三、(1)②で述べたとおりである。ただ、この動きは欧州域内だけ、あるいはアジアの特定国内だけというように「ブロック化」である。

投資家のために望ましい究極の理想像は、「世界中の人々が、世界中のファンドを、世界中の業者から自由に購入できるようになること」であろう。そうなれば、いま世界で八万五千本もあるファンド数が減ってコスト削減効果も期待できる。

その方向に進むためには、EU内だけ、アジア内だけといったブロックを越えて、正に地球ベースでファンド輸出入や業者参入の自由化が進むことが望ましい。

(2) 社会的責任をどう果たしていくか

① 機関投資家として証券市場の質的向上に貢献する

四、(1)①(ロ)において、投信のパフォーマンス上の観点から、機関投資家として上場企業の株式価値の向上に貢献すべきであると述べた。しかし、上場企業の株式価値の向上は、投信のためだけではなく証券市場全体の質的向上(市場の平均リターン<sup>1)</sup>の向上)に資する一すなわち社会的責任を果たすことでもあることは言うまでもない。

② ESG投資の定着

一九八〇年代頃から本格化したSRI(社会的責任投資)は、近年、ESG(Environment, Social, Governance)投資とも呼ばれ、機関投資家の果たすべき責任の一環として捉えられている。

そして、ESGスクリーニングは、以前のように専門ファンド<sup>(8)</sup>だけが使う段階から、全てのファンドの銘柄選択スクリーニングに組み込む段階にきていると言えよう。

### ③ 金融システムの安定性への配慮

投信に対する規制は、以前は主に「投資家保護」を意図していたが、最近では「金融システムの維持」の観点から取り入れられているケースが多い。

G20傘下のFSB（金融安定理事会）によるシャドーバンキング規制の一環としてMMFが対象になり、その規模が大きい米国では既にSEC規則の変更が行われた。また一五年にSECはファンドの流動性規制、およびデリバティブ規制を提案した。

これらの規制強化は、投信の規模が拡大し、市

場で重要な地位を占めるようになったことの反映であり、投信が市場と共存・共栄していけるよう行動することは当然であろう。

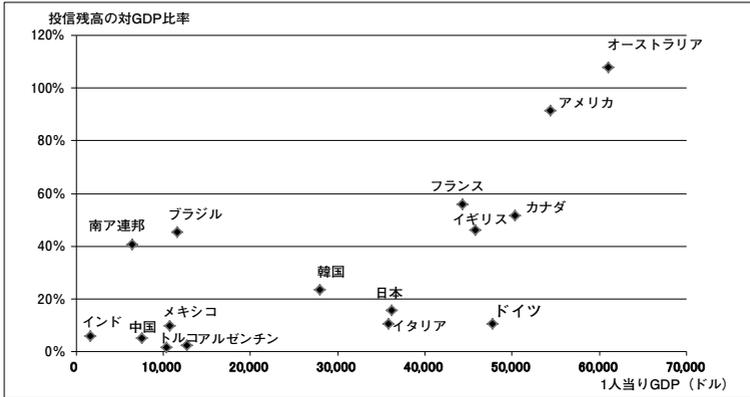
そして一方で、「規制強化の中でいかにイノベーションを確保するか」（一二年の第二六回IFFA総会終了後の声明文中の一行）も業界の課題であろう。

### (3) ビジネスを如何に拡大するか

#### ① 新興国市場の潜在成長性は大きい

二、(4)で述べたように、長期的に投信の拡大が期待されるのは新興国であろう。図表4は、G20諸国のうち投信残高統計のある一六か国の「一人当りGDP」と「GDPに対する投信残高の比率」の関係を掲げたものであり、「横軸の一人当りGDPが増えれば、縦軸のGDPに占める投信残高の比率も上昇する」関係が読み取れる。

図表4 G20諸国の「1人当たりGDP」と「投信残高の対GDP比率」の関係（2014年現在）



(注) ドイツ・イタリアは、ルクセンブルグなど自国外にファンドを設立して国内に持ち込んでいるケースが多いため、投信残高が少なめに出ている。

[出所] 投信残高は国際投信協会、GDP・人口はIMF “World Economic Outlook Database Oct.2015”を用い計算。

したがって、経済成長率が高い新興国は、「GDP成長」にともなう投信残高の成長と、「GDPに対する投信残高の比率の上昇」との相乗効果で投信残高が急拡大することが見込まれる。

## ② フィンテックの活用

投信の世界で既にIT化が進展してきたことは三、(3)で述べた。また、運用パフォーマンスの向上のためのA.I.の活用については、四、(1)①(ハ)で触れた。

今後、投信業界が販売および商品開発においてもフィンテックを十分に活用すべきであることは当然であろう。既に、中国では一三年以降アリババ集団などがインターネットを通じMMFに大量の資金を集めたことは良く知られている。

そして、フィンテックの進展は投信業界の地図を塗り替えることも想定される。前掲のPWCの

レポート「Asset Management 2020」においても、グーグル、フェイスブック、アマゾンといったIT関連会社が投信業界に参入することを予想している。既存投信会社は投資家に提供する付加価値の内容を抜本的に見直す必要に迫られるかもしれない。

③（日本について）商品体系はMMFを欠いたままでよいのか

世界的に超低金利状態がつづく中で、MMFが伸び悩んでいる。そして日本ではマイナス金利下で全社のMMFが償還されようとしている。

しかし、一九七〇年代に開発されたMMFは「金利上昇に強い商品」として投信の品ぞろえを強化し、株式投信・債券投信とともに数十年間にわたって投信の成長を支えてきた。米国・欧州では苦しいながらもMMFを存続させている。

日本においても、個別会社ベースでは選択と集中があつて当然だが、業界全体としては全天候型品揃えを持つことが望ましい。環境が変化した後にはMMFを復活させ、商品体系の充実をはかるべきではないだろうか。

## おわりに

以上、世界の投信の変化と今後の課題等について述べてきた。

本稿においては過去三〇年間を取り上げたが、実は世界の投信は少なくとも一世紀半の歴史を持っている<sup>20</sup>。この間、一八九〇年のベアリング恐慌、一九二九年の世界大恐慌、二〇〇八年の世界金融危機など数々の試練を乗り越えて今日に至っている。

〇八年のリーマンショック直後の危機的状況の

中で開催された第二二回 I I F A 総会の最終コミュニケが述べているように、「投信業界は長い歴史の中で何度も危機に直面した経験がある。これまでと同様に、投信は中間投資家のために退職後の資金を蓄え、グローバルな証券市場に参加するための欠くことのできない手段として」発展を遂げていくことを期待したい。

(注)

- (1) 一〇月二四日から二八日まで大阪・京都で開催。その前週二日に東京で国際投信セミナーの開催が予定されている。
  - (2) I M F の World Economic Outlook Database October 二〇一五による各国の名目 GDP の合計値は八五年が一一・二七兆ドル、一五年は七三・一八兆ドルと計算される。
  - (3) 日本の名目 GDP は八五年が三二五・四兆円、一五年は四九九・一兆円である。
  - (4) 投信協会統計のある一〇年以降で見ると一五年までの六年間で三〇兆円の分配金支払いがあった。
- (5) FRB "Financial Accounts of the United States" より (一五年四月五日参照)。
  - (6) ドイツ Bundesbank 統計より (一五年四月五日参照)。
  - (7) Eurostat database より (一五年四月五日参照)。
  - (8) 日本銀行資金循環統計 (一五年三月発表の新体系速報)。
  - (9) 日本の資金フロー減少の理由について、筆者は経済成長の鈍化 (個人所得の伸び悩み)、高齢化の進展 (金融資産を取り崩す層の増加) にともなう現象と考えるが、「個人の財産については金融資産だけでなく不動産や負債を含めて考えるべきだ。金融資産の取得減少の背景には不動産の値下がりを受けて負債の相殺に資金フローが向かっている影響がある」と指摘する識者もおられる (フィデリティ退職・投資教育研究所 野尻哲史所長)。
  - (10) 日本の金融資産の時価上昇率が低い理由について、筆者は金融資産が預貯金に偏っていることにあると考える。
  - (11) 先進国・新興国の区分けは I M F の "World Economic Outlook Database October 2015" の分類にしたがった。
  - (12) EU では、加盟国間の投信の相互乗り入れ販売を推進するため、UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities = 譲渡可能証券への集合投資事業の略) に関する統一基準 (UCITS 指令) を定め成功を収めている。

- (13) 一六年一月二二日付英フィナンシャルタイムズ紙はBIG READ欄において“Search for a super-algo”と題する Robert Wigglesworth 氏の署名入り一面記事を掲載し、その中で「運用担当者のだれもコンピューターに勝てない時代が来る」、「A Iは、人間が絶対に見抜けないパターンを探し出す助けになる。それがとつともない優位性をもたらす」（一六年二月二九日付の同紙特別日本版における訳）といった論調を展開している。
- (14) “Encouraging Signs for Target-Date Funds.” <http://news.morningstar.com/articlenet/article.aspx?id=748653>
- (15) 日経平均株価の例で計算すると、一五年に至る三〇年間の各年末の日経平均株価の平均値は一六、七九二円であるが、定額投資を行ってきた場合の平均買付コストは一四、六八二円と計算される。
- (16) 大橋善晃「英国におけるリテール商品販売制度改革 FCAによるRDR実施後調査について」『証券レビュー』二〇一六年三月号 日本証券経済研究所 pp134
- (17) 国際投信協会集計の一五年末現在の公募ファンド数は八五、七七三本（私募ファンドをふくめると一〇〇、四九四本）である。
- (18) 欧米に比べ日本のSRI（あるいはESG）ファンドの金額が小さいことについては、筆者はスクリーニングの方
- 法の違いによる面も大きいと考えている。すなわち、欧米では基準に合わない企業を外す（その他はすべて投資適格とする）「ネガティブ・スクリーニング」を採用しているのに対し、日本では基準に合う企業だけを投資適格とする「ポジティブ・スクリーニング」によるため投資銘柄が限定されている。
- (19) 一五年末の中国のMMF残高は六、八四四億ドル（八二兆円）に達している。
- (20) 世界の投信の嚆矢については、二つの有力説がある。一八六八年に英国で生まれた“The Foreign and Colonial Government Trust”を世界初とする説と、一七七四年にオランダで生まれた“the Bendragt Maakt Magt”を初とする説である。米国ICIは近年“Investment Company Fact Bookの「ファンド歴史年表」において、後者を世界初のファンドとして掲載している。
- （すぎた こうじ・当研究所特別嘱託調査員）